

S pomocí pár zjednodušení nabízí autor další pokus o krátký popis finanční krize, která nás všechny ovlivňuje.

Jak k ní došlo? Verze 1 (Bernanke)

Jako většina katastrof, leteckých či jaderných, i ta finanční vyžaduje souhru několika kritických faktorů (osmi). Tím prvním je zřejmě globální přebytek úspor (tzv. *savings glut*). Historie současné krize tak zřejmě začíná u finanční krize asijských rozvíjejících se trhů v letech 1997 až 1998, které tehdy trpěly rychlým odlivem zahraničního kapitálu. Rozhodly se proto ochránit se do budoucna tím, že si kapitál naspoří: díky nízkým směnným kursům začaly tyto země akumulovat obrovské rezervy v cizích měnách, především dolarech. Tyto obrovské úspory, které se v případě budoucího odlivu zahraničního kapitálu daly použít jako náhradní zdroj financování, musely být někde investovány. Jejich velká část tak zamířila na ten nejjistější, nejtransparentnější a nejrozvinutější finanční trh: do USA. V posledních deseti letech byl vývoz kapitálu projevem rapidního růstu rozvíjejících se ekonomik (Asie), na rozdíl od minulosti, kdy kapitál utíkal z východu zpět do vyspělých zemí v okamžicích krize.

Největším vývozcem úspor samozřejmě byla a je Čína, která žila s USA v symbióze, kdy Číňané šetřili a Američané utráceli (za čínské výrobky, které držely americkou inflaci na uzdě). (Mezi lety 2000 a 2007 se v Číně snížil podíl spotřeby na HDP ze 45 na 35 procent, tj. půlka americké úrovně, která samozřejmě rostla.) Čína začala přitahovat zahraniční investice a akumulovala dolarové rezervy ve snaze omezit jejich vliv na kurs. Rezervy investovala zpátky v USA, takže jak americká, tak čínská platební bilance mohly zůstat stabilní, bez nutnosti propadu dolaru a zhodnocení juanu, které by Číně omezilo export. Tento vztahu umožnil exportující Číně ekonomický růst historických proporcí a vynesl akcie amerických firem do nebes.

Tyto zisky přitáhly zahraniční investory (včetně ropných států, které díky vysokým cenám ropy nevěděly co s penězi) a vyhnaly do výše hodnotu amerických akcií, jejichž růst a očekávání dalších výnosů nabízel výbornou možnost vydělat. Když praskla bublina dot-com internetových firem na akciových trzích, byla rychle nahrazena bublinou cen nemovitostí, i díky politice americké centrální banky. Americké domácnosti měly pocit, že bohatnou (jejich domy a akcie byly přece o tolik dražší než loni), už úplně přestaly šetřit (dokončujíce tak trend posledních dvou dekad minulého století) a dál nakupovaly ve velkém, domy i spotřební zboží z Číny.

Celosvětový nadbytek úspor (z východu) vedl samozřejmě ke zlevnění peněz (poklesu úroků). Investovalo se tak do riskantních projektů a domácnosti si půjčovaly a utrácely. Nakonec si v USA některé domácnosti pořídily domy na hypotéku, kterou nikdy nemohly splatit. Jedna banka by takové riziko špatné (tzv. *sub-prime*) hypotéky na sebe nevzala, ale díky inovacím finančních produktů se banky těchto špatných půjček zbavily tím, že je zabalené v balíčcích hypoték různé kvality prodávaly investorům, kteří za vyšší riziko dostávali vyšší výnos (jde o proces tzv. sekuritizace, kritický faktor č. 2). Balíčky hypoték měly rozprostřít riziko nesplácení podobně, jako investiční portfolia obsahují více firem najednou, což ale ignorovalo možnost korelovaných propadů celého trhu. Balíčky hypoték označily jako bezpečné ratingové agentury (a zinkasovaly ta to poplatky od bank, které chtěly tyto balíčky prodat, místo aby za nezávislou informaci platili investoři, faktor č. 3). Banky vydělávaly na prodeji hypoték domácnostem (za poplatky) i na prodeji investorům (další poplatky) a samy se při tom zbavovaly rizika.

Tak to aspoň mělo být. Jenže ouha, ve skutečnosti ony banky samy tyto balíčky zpětně zase nakupují a rizika se tak vlastně nezbavují. Proč to dělají? Za prvé těmito nákupy obchází standardní (děravou) regulaci, která by je u jiných investic nutila vytvářet rezervy pro případ propadu hodnoty těchto nákupů (faktor č. 4). (Důvodem pro povinnou tvorbu rezerv je právě přirozená tendence bank příliš riskovat.) Za druhé jimi vytváří dlouhodobé investiční pozice, u kterých není jasné, jaké riziko sebou vlastně nesou, které ale krátkodobě navyšují zisky bank. A dalším kritickým faktorem (č. 5) jsou tady (tzv. opční) motivační programy bankovních manažerů, které štědře odměňují krátkodobé zisky (ve srovnání se zisky jiných bank), ne dlouhodobě uvážlivou strategií. (Příslovce „štědře“ nebylo snad nikdy tak nedostatečné jako v předchozí větě). V podstatě všechny velké banky (a pojišťovny a tzv. hedge fondy) tak najednou sází všechno na jednu kartu – že nedojde k růstu úrokových sazeb a poklesu cen domů. Sázka nevyšla a akcionáři bank, kteří se chovali skupinově a hloupě, by za to teď měli zaplatit.

Výbušný guláš složený z krátkozraké motivace bankéřů a příliš snadno dostupných peněz ještě navíc opeřily inovace ve finančních produktech, díky kterým dochází skrze pojištění proti nesplácení úvěrů (tzv. credit-default swaps, CDS, faktor č. 6) k netransparentnímu propojení osudu bank navzájem, takže pád jedné může „shodit“ celý systém. CDS, které Warren Buffett již v roce 2002 označil za zbraně hromadného finančního ničení, se navíc z nástroje vzájemného zajištění staly čistě spekulativním zcela neregulovaným finančním produktem, kdy asi 20 bilionů dolarů CDS bylo drženo firmami, které s původními pojištěnými úvěry neměly nic společného. Po roce 2000 došlo k bizarní situaci, kdy přes 40 procent veškerých zisků v celé ekonomice USA bylo generováno ve finančním sektoru – jak je vidět dnes, tyto zisky byly do značné míry iluzorní.

Extrémní rizika CDS a hypotéčních balíčků, extrémní jak rozsahem svých dopadů, tak extrémně malou pravděpodobností, že na ně dojde, byla manažery bank ignorována také díky špatné zažitě praxi vyhodnocování rizik (faktor č. 7). Banky přehnaně spoléhaly na přístupy, např. tzv. *value at risk* model, které předpovídaly riziko ztrát na základě chování trhů v posledních pár letech. Tyto modely, které v podstatě ignorují možnost neobvyklých událostí a jsou užitečné k vyhodnocování rizika v situaci, kdy všechno klapě víceméně normálně, většina bank nedoplnila o další nástroje vyhodnocování extrémních událostí (snad s výjimkou banky Goldman Sachs). Radar těchto běžných modelů rizika nezachytil např. asymetrické sázky CDS, kdy stabilně očekáváme každoročně malé zisky a s velmi malou pravděpodobností dojde k obrovským ztrátám. Navíc všichni používali stejný model rizika, což přirozeně může vést k tomu, že se všichni budou snažit prodávat stejná aktiva ve stejnou chvíli, což vede ke kolapsu trhu.

Investiční rozhodnutí byla v závěsu vývoje trhu v minulých týdnech a měsících, jako klubko dětí, které se při fotbale honí za míčem, místo aby jednotliví hráči strategicky přemýšleli o vývoji hry a byli na místě, kam míč teprve poletí. Celý trh měl vzhledem ke zkušenosti několika tučných roků pocit, že obecná míra investičního rizika klesá a poklesla tedy i riziková prémie (rozdíl mezi návratností investic rizikových a bezpečných). Tím ale klesly výdělkové investorů a ti se vrhli na ještě rizikovější investice financované s pomocí levných půjček, což stlačilo rizikové prémie ještě níž, atd. Navíc si většina trhu půjčovala „krátké“ levné peníze za nízké úroky a investovala je do „dlouhých“ riskantních projektů – takže jakmile přestaly být krátkodobé levné půjčky na mezibankovním trhu dostupné (vyschla likvidita, hudba přestala hrát), nebylo jak udržet celou mašinu v chodu.

A sázka jedním směrem fungovala neuvěřitelně dlouho a narostla do obřích rozměrů. Do hry se totiž zapojila globalizace (faktor č. 8) – do sázky na růst cen nemovitostí vlastně poprvé v historii investoval celý svět.

Jak k ní došlo? Verze 2 (Laibson a Mollerstrom a mnozí další kritici centrálních bank)

Žádný *savings glut* nebyl (globálně se míra úspor příliš nezvedla), ale postupující globalizace a konec komunismu vedly k rozšíření globální nabídky pracovních sil o cca miliardu pracujících. Tento nabídkový šok vedl k tlaku na snížení mezd a zvýšil podíl kapitálu (zisků) na celkovém výstupu na dlouho nevídané hodnoty. Výsledkem tlaku na nízké mzdy byly i celkově nízké inflační tlaky, což ale centrální banky světa (Fed především) omylem interpretovaly jako svůj úspěch (inflačního cílení) a nastavovaly úrokové míry příliš nízkou, takže příliš expansivní monetární politika „krmila“ (díky příliš levným penězům) jednu bublinu cen aktiv za druhou (*dot-com*, *reality*). (Od roku 2000 byly reálné sazby Fedu pod nulou v polovině období a s výjimkou jediného roku byly pod 1.1% -- nejexpansivnější politika od 70. let.) Proto také kapitálové toky (Čína-USA) nevedly k investicím, ale ke spotřebě, což následně vedlo k obrovským deficitům zahraničního obchodu. Nakonec podíl spotřeby a výdajů na domy (stavebnictví) v USA dosáhl nepředstavitelných 80 procent HDP. (Z tohoto pohledu je podpora další spotřeby, jakkoli ospravedlnitelná v okamžiku krize poptávky, sebezničující.) Zbytek příběhu (faktorů krize) už je stejný.

Jak probíhala?

Domino krize spustil pád cen domů a nárůst úroků (hypotéčních splátek). Domácnosti neplatí hypotéku, protože ta je napsaná na cenu domu, kterou ten už prostě nemá. Americká banka musí domácnost draze vystěhovat a prodá dům s velkou ztrátou. (U nás zůstává hypotéka odpovědností domácnosti.) Vyjednávání mezi bankou a domácností o nějakém lepším řešení je ztíženo tím, že danou hypotéku vlastní (po malých kouscích) mnoho bank najednou (v rámci balíčků).

Další problém je v tom, že dnes banky přesně netuší kdo a v jakém rozsahu drží Černého Petra (kdo má ty nejhorší balíčky a kdo ručí za koho). Nechtějí si proto navzájem půjčovat. Jednak se bojí, že půjčují právě té bance, která má tzv. toxických aktiv moc, jednak budou možná volné peníze potřebovat za chvíli samy. Málokdo z bankéřů čekal, že omezení likvidity postihne i ty nejlepší části trhu - jde tu o tzv. problém *adverse selection* (*market with lemons*), kdy racionální investoři očekávají, že na trhu jsou ponechané jen špatné produkty.

Banky dále zvyšují rezervy, což se od nich v novém světě finančních rizik čeká, a také se jim neutracené peníze můžou hodit - až se někdo jiný dostane do potíží a bud možné ho levně koupit. Banky samy nevědí jaká je vlastně tržní hodnota jejich balíčků. Když se banky pokusí balíčky hypoték a dalších finančních produktů prodat, udělají to všechny najednou, což dále srazí jejich hodnotu a banky si tak musí odepsat další aktiva z rozvah a připravit si ještě větší rezervy. To vede společně s přirozenou reakcí na celkový pokles poptávky k poklesu půjčování firmám. Pokles výkonnosti firem samozřejmě táhne dolů i banky, kterým roste počet nesplácených úvěrů. Navíc klesá spotřeba domácností (v USA poprvé po mnoha letech), protože najednou zjistily, že nejsou tak bohaté jak si myslely (akcie i domy mají nižší hodnotu), a navíc jim zřejmě klesají i mzdy. Americké domácnosti drasticky omezují půjčování a začínají aspoň trochu šetřit, což táhne ekonomiku do negativní spirály.

A k poklesu dochází díky globálnímu finančnímu i ekonomickému propojení ve všech zemích světa najednou, takže není možné vyvézt svou produkci někam jinam. Kromě USA je dnes v pořádné krizi také Island, Irsko a Estonsko, kde, jako v USA, neregulované finanční trhy také přilákaly velké množství zahraničního kapitálu. Některé země (např. Irsko) už nemají žádné možnosti jak se krizi bránit – nejen monetární, ale i fiskální politika je už zcela vyčerpaná díky vysoké míře zadlužení – trhy, které se bojí státního bankrotu, už prostě Irsku nedovolí žádné další zadlužování. Bubliny na trzích s nemovitostmi byly i ve Španělsku, Velké Británii či na Novém

Zélandě. Poptávka klesá všude. A nejde jen o obzvláště velkou recesi ale o skutečnou depresi, jak ukazují srovnání celosvětového vývoje hlavních makroekonomických údajů od dubna 2008 s vývojem od června 1929. Průmyslová produkce klesá už více než rok stejně rychle jako v období velké deprese, která ale trvala tři roky. Kapitálové trhy a hodnota mezinárodního obchodu klesají ještě rychleji.

Ostatně termín deprese je možná vhodnější pro všechny hospodářské poklesy způsobené splasknutím bubliny (akcií či nemovitostí, následovaném poklesem úvěrů a cen) na rozdíl od běžnějších a obvykle kratších recesí způsobených kontrakcí monetární politiky, které monetární politika může zase vyléčit. A bublina naší současné krize byla větší než ta japonská z let osmdesátých nebo ta, která spustila velkou depresi v USA. V běžné recesi minulých desetiletí centrální banky reagovaly na vysokou inflaci, omezily ekonomickou aktivitu a navýšily nezaměstnanost. Když inflace klesla, úrokově sazby klesly a začalo se zase půjčovat. Dnes ale nižší sazby tolik nepomohou, protože je nejdříve nutné odbourat obrovské předlužení bank i domácností. Na návrat růstu si tak nejspíš musíme chvíli počkat.¹

Jak z ní ven?

Do budoucna je mnoho možností jak vhodnou regulací (např. úpravami motivací zaměstnanců investičních společností, systémy registrů propojených finančních instrumentů, proti-cyklickými regulacemi úvěrové expanse, změnou praxe ratingových agentur tak, aby za informaci platili investoři a ne prodejci, znovuzavedením důsledné odpovědnosti pro majitele bank, ale hlavně vytvořením regulátora systémového rizika a zavedením legislativy kontrolované restrukturalizace ne-bank jako AIG) do značné míry předejít systémovým chybám, ke kterým došlo.

Okamžitá otázka na začátku krize ale byla co udělat se zamrzlým bankovním trhem a nedostatkem úvěrů pro firmy. Centrální banky začaly nejprve komerčním bankám nabízet přístup k levným penězům jako náhradu mezibankovního půjčování. Pokud to ale dělaly za nízkou, pro všechny banky stejnou cenu, pak nechávaly přežívat i banky, které by se měly zavřít. Banky nechtějí prodávat své balíčky lacino (za současnou tržní cenu, která byla a je navíc nejasná) a dokud vlády lijí do bank peníze, banky lacino neprodají, toxická aktiva v systému zůstanou a bankéři si jen vyplatí další bonusy, ale navzájem sobě ani firmám půjčovat nebudou. Dále vlády a centrální banky začaly nabízet garance a podporu tzv. rekapitalizace bank (náhradu ztraceného kapitálu). Zatím to ale evidentně nestačí. Banky v USA přes přísun levných peněz v rámci podpůrných programů firmám nepůjčují. Místo toho drží historicky neuvěřitelně vysoké nadbytečné kapitálové rezervy (oproti oficiálním rezervním požadavkům regulátora). Dnešní tržní hodnota amerických bank navíc odpovídá tomu, že banky jsou na tom ve skutečnosti mnohem hůř, než se dnes zdá (budou v budoucnu čelit dalším poklesům hodnoty svých aktiv), a že tedy potřebují víc rezerv, než se od nich dnes oficiálně chce. Je ale také možné, že hypotéční balíčky nejsou tak bezcenné a trhy se opět mýlí. Kdo ví. Americký ministr financí Timothy Geithner a jeho stress testy dnes tvrdí, že kapitalizace amerických bank je už v pořádku. IMF a soukromí investoři si to zatím nemyslí.

Co s bankami dál? Regulátor (stát) by mohl banky přinutit půjčovat nadbytečné rezervy firmám tím, že by stanovil nejen minimální ale i maximální možný rozsah kapitálových rezerv. Jak ale najít a z bank „vyříznout nádor“ toxických aktiv? Stát by měl vlastníky bank dostat pod tlak a oddělit zrno od plev, tj. najít a levně

¹ Doplněk z dubna 2010: Skutečně, zaměstnanost v USA je i 9 měsíců po pravděpodobném konci recese pod svou úroveň z okamžiku pravděpodobného konce recese, na rozdíl od vývoje v letech 2001, 1991, 1982 nebo 1975.

vykoupit toxické „balíčky“ aktiv. Cenu těchto aktiv pak neurčovat na jednáních za zavřenými dveřmi, ale najít ji pomocí např. tzv. reversních aukcí, které vymýšlejí ekonomové pracující v oboru *mechanism design*. Banky, které jsou téměř bankrot, jen to zatím není vidět, by bylo lépe dočasně znárodnit. Jenže takovou dočasnou státní ochranu v tak velkém rozsahu v průběhu globální krize ještě nikdo nezkusil, i když Švédsko s tím má v malém výborné zkušenosti z let devadesátých a Francouzi v 80. letech své banky také znárodnily.

Dočasné znárodnění mohlo vyřešit problém s toxickými aktivy a navíc díky „vymazání“ akcionářů špatně vedených bank také mohlo zamezit budoucím krizím. Pokud si totiž v dobrých časech bankéři zisky nechají pro sebe a ve špatných nechají ztráty zase nám ostatním, daňovým poplatníkům, tak budou vždy nepřiměřeně riskovat. Např. záchrana krachujícího obrovského investičního fondu LTCM v 90. letech mohla vést k domněnce, že akcionáři velkých bank o své peníze nikdy nepřijdou, ať už vyrobí ztráty sebevětší. (Mimochodem, tento krach jednoho fondu, který ignoroval možnost extrémně špatných událostí, byl bankami i regulátory rychle zapomenut a předznamenal tak současný krach celého systému.) Kromě Švédska, které banky svým riskujícím vlastníkům sebralo a prodalo je, po ozdravné kúře, novým, lze ještě poukázat na opačný příklad Japonska, kde banky, které tam měly v 90. letech zbankrotovat, díky státní podpoře přežívaly a bankovní sektor dál zatěžoval ekonomiku.

Amerika vlastníky bank k odpovědnosti volá jen částečně. Timothy Geithner vychází (společně s bankéři) z předpokladu, že aktiva vlastněná bankami nejsou až tak bezcenná, takže plánuje nabídnout investorům opce na nákup těchto aktiv. V případě, že se v budoucnosti ukáže, že aktiva mají vysokou cenu, si je investor ponechá, zatímco v opačném případě skončí v rukou státu. Je možné, že banky dají k prodeji (opce na) ty nejhorší aktiva a trh tak nabídne jen mizivou cenu (jde o tzv. problém *adverse selection* a opět tu bude důležitý mechanismus aukcí, viz předchozí odstavec). Navíc banky mají v rámci tohoto programu možnost nastavit si nejnižší možnou cenu, což činí celý obchod nezajímavým pro soukromé investory, pokud něco nepřiplácí stát (daňoví poplatníci). Kritici plánu poukazují na to, že hlavní problém je v podkapitalizaci bank, které prostě o svůj kapitál přišly, když s pomocí půjčených peněz všechno vsadily na jednu kartu rostoucích cen nemovitostí, takže Geithnerův plán pomůže bankám jen v případě, že někdo (daňoví poplatníci) aktiva přeplatí. A tím, kdo získá, budou současní vlastníci.

Evropa reaguje opatrněji než USA, kde se snaží kolapsu finančního sektoru zabránit mnohem větším rozsahem záchranných opatření (utrácením). Americké banky trpí problémem toxických aktiv zřejmě o něco více než evropské a finanční trhy také oceňují rizikovost velkých bank v USA výše než v eurozóně. Na druhou stranu by ale banky eurozóny zřejmě potřebovaly o něco větší kapitálovou injekci než ty americké aby dosáhly úrovně kapitálové přiměřenosti obvyklé v 90. letech. Banky táhne ke dnu i pokles výkonnosti firem a nesplácené úvěry. A v podpoře ekonomiky už Evropa za USA nezaostává, protože evropské sociální systémy nabízejí o něco větší automatické stimuly (podpory) takže není tolik nutné do ekonomiky „lít peníze ručně“.

V Česku máme zkušenosti jak s vyváděním špatných aktiv z bank, tak s jejich prodejem (viz Konsolidační agentura). Jen odhalení těch špatných úvěrů bylo tenkrát lehčí než dnes. Naše banky jsou na tom ve srovnání se zahraničím dobře a bankovní půjčky v Česku jsou zřejmě kryty místními deposity. Náš region jako celek je už v horší situaci. U nás depreciace měny nemůže způsobit masivní kolaps půjček v cizích měnách, jak to hrozí v mnoha zemích našeho regionu, protože u nás se hypotéky a jiné půjčky uzavíraly v korunách. (Podíl půjček v cizí měně byl v roce 2007 u nás jen 13 procent, zatímco se pohyboval vysoce nad 50 procenty v Bulharsku, Rumunsku, Maďarsku a v Pobaltí; kumulativní ztráty díky těmto půjčkám jdou např. v Maďarsku k pětině HDP.

Tento příliv peněz ze zahraničí navíc v mnoha těchto zemích v předchozích letech tlačil na vysokou inflaci.) Rekapitalizace a refinancování bank ve střední a východní Evropě bude letos vyžadovat obrovské sumy od jejich mateřských bank na západě, sumy, které nemusí být dostupné. Evropská banka pro rekonstrukci a rozvoj či Evropská investiční banka by zde měly (v případě potřeby a za tržní cenu) pomoci, protože jinak může zastavení přílivu prostředků z mateřských bank pobočkám v některé zemi spustit řetězovou reakci. Pokud by prezident Sarkozy začal francouzským bankám radit omezovat tok kapitálu na východ, byla by to ještě nebezpečnější hra než rady přesunout zpátky do Francie výrobu aut.

Poučení, příležitosti

Nabízí krize nějaká poučení kromě lamentování nad iracionalitou trhů a naštváním nad nedostatečnou regulací? V obecném povědomí nemají bankéři či spekulanti stejně dobrou pověst jako „pocitiví“ inženýři, lékaři či řemeslníci, kteří dělají něco opravu užitečného, ne jen přelévání peněz z jednoho účtu na druhý. Současná krize snad všem osvětlí, jak moc užitečný finanční systém je – jak velká část obecného blahobytu moderních společností na něm závisí – a jak důležité je mít ve státní správě a bankovním dohledu kvalitní ekonomy. Inženýr finančního rizika je stejně důležitý jako statik, který zajistí budovy proti kolapsu v případě zemětřesení. Na druhou stranu se v teď vede debata o hodnotě některých inovací, ke kterým ve finančním systému v posledních letech došlo a je jasné, že díky excesivnímu odměňování ve finančních firmách se až příliš mnoho mladých talentovaných lidí dalo na finanční kariéru (především v USA). Část tohoto talentu bude jistě prospěšnější (sobě i společnosti) v jiných povoláních - propouštění v bankách tady bude k užítku.

Zároveň je ale možné, že krize nabízí dobrou možnost k investování: vzhledem k rozsahu již uskutečněných výprodejů akcií a komodit a k současnému stavu cyklu zásob je možné, že stejně jako v průběhu některých velkých recesí v minulosti bude akciový trh v příštích letech zase nabízet možnost dobře vydělat (podobně jako v průběhu hospodářského útlumu v USA v roce 1933 a 1935 či v Británii v roce 1975).

Krize také nabízí jedinečnou možnost výrazně změnit nastavení a rozsah motivačních programů pro manažery bank i dalších velkých firem, programů, které mají na svědomí naprosto neuvěřitelný nárůst manažerských odměn v posledních letech, a které krizi částečně zaviniily. Fundamentální problém řízení firem, kdy se vlastníci snaží motivovat manažery k lepším výkonům, ale nejsou schopni jejich snahu dobře kontrolovat, vedl k zavedení štedrých odměn za krátkodobé firemní úspěchy. To u všech manažerů, i u těch, kteří řídí investiční fondy a banky, vedlo k upřednostnění honu za lepším výkonem (akcií firmy) v dalším čtvrtletí či roce, i za cenu rizika, že příští propad trhu či krize (asijská, ruská, ropná, internetová, finanční) firmu zruinuje. Optimální nastavení těchto kontraktů vyžaduje ty nejlepší ekonomy; není to vůbec jednoduché, ale je teď aspoň možné se o to pokusit.

Konečně jak je to s otázkou (hojně diskutovanou v posledních 10 letech), zda mají centrální banky kromě boje s inflací také „propichovat“ bubliny. Převládající pohled do roku 2007 byl ten, že bubliny se špatně identifikují, že je možné po nich „uklidit“ tím, že se sníží úrokové sazby, což znovu nastartuje ekonomiku. Jenže tohle nalévání oleje do ohně ekonomického růstu sice v posledních dekádách fungovalo, ale zároveň vytvářelo další a další bubliny a stále rostoucí horu dluhů, kterým ekonomiky budou muset dřív nebo později čelit. Také velikost té poslední bubliny a její následky jsou tak enormní, že je těžké se vymlouvat, že ji nebylo možné „vidět“. Víme, že období rapidního růstu cen aktiv následují dlouhá období stagnace nebo poklesu. (Nic neroste do nebe; není možné sázet na nekonečný růst cen nemovitostí nebo akcií.) Když se *price/earnings* poměry na akciových trzích

vymknou historickým hodnotám nebo totéž provedou poměry cen a nájmu u nemovitostí, je možné s vysokou mírou pravděpodobnosti uvažovat o existenci bubliny. Stejně „hlučně“ se přece měří *output gap*, podle kterého se pak nastavuje monetární politika.²

Výhled

Jeden z motorů globálního růstu, symbióza šetřící Číny a utrácějící, stále více zadlužené Ameriky, je u konce. Amerika je předlužená a rozvoj bankovních služeb a státní sociální sítě v Číně do budoucna sníží potřebu čínských domácností šetřit. Krize zpomalí hospodářský růst ve vyspělých zemích, kde dochází k dlouhodobému omezení tvorby kapitálu. Efektivita a zisky finančního sektoru v 90. letech navíc byly do značné míry iluzorní a svět není tak bohatý jak si myslel. Americké a britské domácnosti, které jsou na historicky nejvyšší úrovni zadlužení, prostě budou muset začít šetřit a to omezí poptávku. Podobně dodatečné prostředky, které do ekonomiky (na dluh) vyspělé státy pouští možná nepoloží základ dalšího růstu (úvěrovou expansi), ale pouze pomohou nahradit ztracený kapitál finančního sektoru (zaplatí *deleveraging*). Jak banky, tak domácnosti prostě potřebují mít trochu více vlastního kapitálu a nahradit velký propad hodnoty svých aktiv. Centrální banky vyspělých zemí tak především doufají, že se jim podaří odvrátit riziko deflace, a celosvětový i náš domácí vývoj tak závisí na tom, jestli rozvíjející se ekonomiky dokážou v příštích letech silně růst i bez silné poptávky od amerických spotřebitelů.

Propad, kterému čelíme, je historických proporcí a zatím plně srovnatelný s velkou hospodářskou krizí 30. let. Hlavní dnešní odlišnost od velké deprese je v rychlosti a rozsahu záchranných opatření jak vlád, tak centrálních bank všech vyspělých zemí světa. Vlády mnoha vyspělých zemí díky záchranným opatřením letos půjdou do celkového schodku přes 10 procent HDP, což jsou deficity, které si od 2. světové války nikdo nedovedl představit. Vlády se musí snažit rozbít vzájemně do sebe zapadající očekávání dalšího propadu a ekonomiku znovu nastartovat. Půjčky firmám, které by se dané bance nemusely v případě dalšího propadu vyplatit, jsou z celospolečenského hlediska prospěšné, pokud propad zastaví, a stát je proto podpoří. Jenže není vůbec jasné, který záchranný plán bude fungovat a jestli stát utratí peníze užitečně nebo jen zahodí poslední zbytky svých financí (do kapes vlastníků bank) v situaci, kdy většina vyspělých zemí má před sebou zatím neviditelné (i když vyčíslitelné), ale o to větší dluhy penzijních a zdravotních systémů způsobené stárnutím populace. Svým způsobem tu dochází z různých důvodů k jedné velké sázce na to, že veřejné rozpočty snesou oproti soukromému sektoru mnohem větší dluhové zatížení, než samy vybuchnou. Nízké dlouhodobé úrokové sazby, které dnes USA platí za svůj dluh jsou tak možná další investiční bublinou. Za několik let dojde i na tento veřejný dluh. Je pravděpodobné, že se vyspělé státy pokusí dluhy odmazat rychlým tisknutím peněz. Inflace, po které teď toužebně voláme, si má generace (ročník 70) v důchodu nejspíš užije víc než dost. Je potřeba spočítat si jak sliby vládních výdajů příštím generacím, tak zbývající aktiva jednotlivých států.

² Doplněk z prosince 2010: Fed se pomocí tisknutí peněz (quantitative easing = QE) snaží zvýšit hodnotu kapitálového trhu a skutečně se mu to daří (stock market šel v roce 2010 nahoru o 80 procent). Lidé se tak cítí bohatší a Fed doufá, že z tohoto dodatečného bohatství něco utratí. Pokud utratí 3 procenta, tak při hodnotě celého kapitálového trhu utratí navíc 2 procenta HDP, což se v krizi jako stimulus ohromně hodí. Jenže: jako u všech předchozích podobných opatření Fedu (stimulus 1991 = tehdy bublina 1999, negativní sazby po roce 2000 = globální krize 2008), i tady nakonec dojde k poklesu hodnoty akcií, které jsou už dnes předražené a budou tedy ještě víc. QE je navíc formou manipulace s měnou. Závěr: Fed by měl propichovat bubliny a oživení by měla zajistit fiskální politika - při současné nezaměstnanosti nehrozí crowding out.